

九牧王 (601566)

服装家纺/纺织服装

发布时间: 2021-05-01

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

强化裤王领导地位，多品牌成长良好

2020 年公司收入/净利润分别同比-6.47%/-0.32%。公司 2020 年实现收入 26.72 亿元，同比下降 6.47%，归母净利润 3.69 亿元，同比下降 0.32%。其中 2020Q4 收入/净利润分别为 9.11 亿元/0.93 亿元。2020 年公司毛利率增加 2.63PCTs 至 59.37%，主要系公司严控终端折扣及新品发布所致；管理/销售费用率分别提升 0.84PCTs/3.97PCTs 至 9.51%/36.3%，研发费用率 1.56%，综合使得净利率提升 0.87PCT 至 13.29%。

疫情影响终端表现，FUN 逆势增长。2020 年主品牌实现收入 22.1 亿元，同比减少 7.50%。渠道结构持续优化，截至 2020 年末拥有门店 2348 家（直营 714/加盟 1634），门店平均面积提升至 119 平米，单店效率提升；同时在疫情期间快速启动微商城项目，缓解销售压力。FUN 品牌全年收入同增 8.98%至 2.90 亿元，门店总数净增加 7 家至 253 家，门店平均面积提升至 120 平米。ZIOZIA 品牌全年实现收入 1.13 亿元，同比增加 8.27%，门店总数净增加 8 家至 147 家。分渠道来看，公司全年线上收入同增 28.73%至 3.88 亿元，占比达到 14.70%；线下收入同减 11.10%至 22.49 亿元，占比达到 85.30%。

Q1 终端复苏，整体运营稳健。公司 2021Q1 实现收入 8.11 亿元，同增 40.03%，实现净利润 0.99 亿元，同增 56.76%。分品牌来看，主品牌 JOEONE 收入同增 43.18%至 6.69 亿元；FUN 收入同增 25.77%至 8754 万元；ZIOZIA 收入同增 51.87%至 4262 万元。2021 年公司持续提升九牧王“男裤专家”的品牌势能，同时强化 ZIOZIA 品牌及 FUN 品牌的定位，推动多品牌战略快速发展。

投资建议：公司奠定优质男装品牌形象，主品牌九牧王稳健运营，同时积极打造年轻品牌 ZIOZIA 及 FUN，为公司增长带来新动力。疫情影响下终端消费走弱，后续有望持续复苏，我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 29.62/32.37/35 亿元，同增 10.86%/9.28%/8.13%；净利润 4.16/4.59/5.09 亿元。现价 11.27 元，对应 2021/2022/2023 年 PE 16/14/13 倍，给予“增持”评级。

风险提示：终端增速不及预期；存货风险；开店不及预期等。

股票数据

2021/04/29

6 个月目标价 (元)	13
收盘价 (元)	11.27
12 个月股价区间 (元)	8.72-13.66
总市值 (百万元)	6,476.16
总股本 (百万股)	575
A 股 (百万股)	575
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	7%	23%
相对收益	-5%	15%	-10%

相关报告

《纺织服装 2021 年度策略报告：战略延伸，静待复苏》

--20201102

《纺织服装 2020 年中报总结：终端恢复，表现分化》

--20200914

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,857	2,672	2,962	3,237	3,500
(+/-)%	4.53%	-6.47%	10.86%	9.28%	8.13%
归属母公司净利润	370	369	416	459	509
(+/-)%	-30.64%	-0.32%	12.67%	10.38%	11.00%
每股收益 (元)	0.64	0.64	0.72	0.80	0.89
市盈率	17.76	17.76	15.58	14.12	12.72
市净率	1.54	1.56	1.40	1.28	1.16
净资产收益率 (%)	8.68%	8.79%	9.01%	9.04%	9.12%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	575	575	575	575	575

证券分析师：刘家薇

执业证书编号：S0550520040001

021-20361258 liujiawei@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	438	228	675	1,134
交易性金融资产	756	816	846	886
应收款项	316	348	376	411
存货	760	870	952	1,021
其他流动资产	166	166	173	182
流动资产合计	2,436	2,427	3,021	3,634
可供出售金融资产				
长期投资净额	268	268	268	268
固定资产	346	462	436	411
无形资产	139	144	144	146
商誉	39	39	39	39
非流动资产合计	3,474	3,662	3,654	3,659
资产总计	5,910	6,089	6,675	7,292
短期借款	299	0	0	0
应付款项	763	820	909	988
预收款项	6	89	89	70
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,552	1,328	1,470	1,594
长期借款	150	150	150	150
其他长期负债	16	16	16	16
长期负债合计	166	166	166	166
负债合计	1,718	1,493	1,635	1,759
归属于母公司股东权益合计	4,198	4,615	5,075	5,586
少数股东权益	-6	-19	-35	-53
负债和股东权益总计	5,910	6,089	6,675	7,292

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,672	2,962	3,237	3,500
营业成本	1,086	1,251	1,359	1,462
营业税金及附加	29	44	49	53
资产减值损失	-201	-2	-1	-1
销售费用	970	1,007	1,068	1,155
管理费用	212	231	243	263
财务费用	11	3	-5	-16
公允价值变动净收益	352	124	50	58
投资净收益	-59	6	16	6
营业利润	435	507	555	610
营业外收支净额	-4	0	0	0
利润总额	430	507	555	610
所得税	75	104	113	119
净利润	355	403	442	492
归属于母公司净利润	369	416	459	509
少数股东损益	-14	-13	-17	-18

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	355	403	442	492
资产减值准备	202	2	1	1
折旧及摊销	131	178	105	113
公允价值变动损失	-352	-124	-50	-58
财务费用	20	12	8	8
投资损失	59	-6	-16	-6
运营资本变动	-153	-67	25	11
其他	-4	0	-1	0
经营活动净现金流量	259	398	514	559
投资活动净现金流量	-29	-297	-59	-92
融资活动净现金流量	-158	-311	-8	-8
企业自由现金流	253	241	377	417

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	0.64	0.72	0.80	0.89
每股净资产 (元)	7.31	8.03	8.83	9.72
每股经营性现金流量	0.45	0.69	0.89	0.97
成长性指标				
营业收入增长率	-6.5%	10.9%	9.3%	8.1%
净利润增长率	-0.3%	12.7%	10.4%	11.0%
盈利能力指标				
毛利率	59.4%	57.8%	58.0%	58.2%
净利润率	13.8%	14.0%	14.2%	14.5%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	22.33	22.69	22.31	22.44
存货周转率 (次)	255.40	253.82	255.70	254.98
偿债能力指标				
资产负债率	29.1%	24.5%	24.5%	24.1%
流动比率	1.57	1.83	2.06	2.28
速动比率	1.05	1.14	1.38	1.61
费用率指标				
销售费用率	36.3%	34.0%	33.0%	33.0%
管理费用率	7.9%	7.8%	7.5%	7.5%
财务费用率	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.5%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	17.76	15.58	14.12	12.72
P/B (倍)	1.56	1.40	1.28	1.16
P/S (倍)	2.42	2.19	2.00	1.85
净资产收益率	8.8%	9.0%	9.0%	9.1%

资料来源：东北证券

分析师简介:

刘家薇: 美国约翰霍普金斯硕士, 中南财经政法大学学士, 现任东北证券纺织服装分析师。曾任国盛证券分析师, 两年消费品研究经验。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn